

# MODELE WYNAGRADZANIA TOWARZYSTW EMERYTALNYCH NA PRZYKŁADZIE KRAJÓW EUROPY ŚRODKOWOSCHODNIEJ<sup>1</sup>

Filip Chybalski

## 1. Wstęp

Źródłem przychodów towarzystw emerytalnych, zarządzających funduszami emerytalnymi w kapitałowych filarach systemów emerytalnych, są pobierane opłaty. Ich konstrukcja ma istotne znaczenie w motywowaniu zarządzających funduszami do efektywnego inwestowania powierzonych aktywów. Celem artykułu jest charakterystyka modeli wynagradzania towarzystw emerytalnych ze szczególnym uwzględnieniem wrażliwości przychodów towarzystw emerytalnych na zmiany stóp zwrotu funduszy emerytalnych oraz analiza modeli zastosowanych w krajach Europy Środkowoschodniej (CEE) w II filarze emerytalnym.

## 2. Modele systemów wynagradzania towarzystw emerytalnych

Towarzystwa emerytalne, zarządzające funduszami emerytalnymi, w fazie akumulacji kapitału emerytalnego, uzyskują przychody przede wszystkim z następujących opłat, pobieranych od członków funduszu emerytalnego:

- opłaty dystrybucyjnej, zwanej również opłatą od składek, naliczaną w momencie dokonania wpłaty składki emerytalnej do funduszu (oznaczymy stawkę procentową tej opłaty przez  $d$ ),
- opłaty za zarządzanie, naliczanej od wartości aktywów funduszu emerytalnego, zarządzanego przez dane towarzystwo ( $z$ ),
- opłaty premiowej, stanowiącej czasami część zmienną opłaty za zarządzanie, naliczanej od zysków inwestycyjnych ( $p$ ).

W fazie akumulacji kapitału pobierane są również opłaty za zmianę funduszu emerytalnego (tzw. opłata transferowa), a w momencie zakończenia fazy akumulacji i rozpoczęcia fazy wypłat świadczeń emerytalnych dodatkowo pojawia się opłata za wykup kapitału (emerytury). Jednak te dwa rodzaje opłat nie stanowią przedmiotu rozważań niniejszego artykułu i zostaną pominięte w jego

---

<sup>1</sup> Sugerowany przypis: Chybalski F., *Modele wynagradzania towarzystw emerytalnych na przykładzie krajów Europy Środkowoschodniej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 612 pt. „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, Szczecin 2010, s. 235-247

dalszej części. Charakterystykę rozpatrywanych opłat: dystrybucyjnej, za zarządzanie oraz premiowej, zawarto w tab. 1.

Wielkość przychodów towarzystwa emerytalnego z tytułu opłaty dystrybucyjnej zależy przede wszystkim od jego wielkości, mierzonej liczbą członków, oraz od poziomu ich wynagrodzeń. W długim okresie, jeżeli obywatele podejmują racjonalne decyzje w zakresie wyboru funduszu emerytalnego, wielkość tych przychodów zależy może także od wyników osiągniętych przez fundusz, co ma wpływ na liczbę jego członków a tym samym na zagregowaną podstawę, od której naliczana jest opłata dystrybucyjna. W krótkim okresie (obejmującym jeden okres, za który naliczana jest ta opłata lub kilka takich okresów) jest ona niezależna lub zależna w bardzo małym stopniu od wyników inwestycyjnych funduszu.

Tab. 1. Charakterystyka opłat pobieranych przez towarzystwa emerytalne

Cecha / Rodzaj opłaty	Dystrybucyjna	Za zarządzanie	Premiowa
Podstawa naliczania	Kwota wpłaconych składek	Wartość zarządzanych aktywów	Zysk z inwestycji (ewentualnie wartość zarządzanych aktywów)
Znaczenie dla przychodów towarzystwa emerytalnego w początkowej fazie funkcjonowania funduszu	duże	małe	bardzo małe
Znaczenie dla przychodów towarzystwa emerytalnego w okresie funkcjonowania funduszu	malejące	rosnące	rosnące
Wrażliwość na wyniki inwestycyjne funduszu w krótkim okresie	brak	umiarkowana	duża
Wrażliwość na wyniki inwestycyjne funduszu w długim okresie	umiarkowana	dość duża	duża

Źródło: opracowanie własne

Przychody towarzystwa z tytułu opłaty za zarządzanie, której podstawę naliczania stanowi wartość aktywów funduszu, w początkowej fazie jego funkcjonowania zależą przede wszystkim od kwoty napływających do niego składek, gdyż stosunkowo mała wartość aktywów nie pozwala jeszcze na osiągnięcie znaczących wyników inwestycyjnych mierzonych w wartościach pieniężnych. W tym okresie aktywa funduszu w o wiele większym stopniu aniżeli zyskami z inwestycji zasilane są napływającymi systematycznie składkami. Z czasem znaczenia nabierają jednak potencjalne zyski z inwestycji, rosnące wraz ze wzrostem wartości aktywów funduszu. Wielkość przychodów z tytułu tej opłaty zależy bezpośrednio od wartości jego aktywów, ale pośrednio także od osiąga-

nych wyników inwestycyjnych. Wyniki te mogą na wielkość przychodów z tytułu tej opłaty wpływać w dwojaki sposób: po pierwsze poprzez powiększanie aktywów funduszu zrealizowanymi zyskami, po drugie, w długim okresie, przy założeniu racjonalnych decyzji obywateli o wyborze funduszu, poprzez stonowanie podstawowej miary oceny tego funduszu. Opłatą bezpośrednio powiązaną z wynikami funduszu emerytalnego jest opłata premiowa, która zazwyczaj naliczana jest od podstawy, którą stanowi wynik inwestycyjny tego funduszu. Rzadko podstawą jest wartość aktywów, co ma miejsce np. w Polsce. Warunkiem zrealizowania przychodów z tytułu tej opłaty jest dodatni wynik z inwestycji (tak jest w większości krajów Europy Środkowowschodniej), uzyskanie stopy zwrotu wyższej od stopy zwrotu najsłabszego funduszu (tak jest w Polsce) lub też przekroczenie stopy zwrotu z benchmarku zewnętrznego.<sup>2</sup>

W literaturze przedmiotu poświęca się miejsce modelom wynagradzania towarzystw emerytalnych, skupiając się przede wszystkim na zasadności stosowania systemu wynagradzania towarzystw emerytalnych powiązanego z wynikami inwestycyjnymi funduszu na tle teorii agencji. Rozważa się przy tym przede wszystkim opłaty naliczane od aktywów oraz od zysków funduszy, czyli za zarządzanie oraz premiową. Kontrakt pomiędzy menadżerem (towarzystwem emerytalnym) a właścicielem funduszu (jego członkami) powinien być tak skonstruowany, by minimalizował prawdopodobieństwo wystąpienia konfliktu interesów pomiędzy stronami.<sup>3</sup> Dla opłaty za zarządzanie oraz premiowej, możliwe są dwa modele:<sup>4</sup>

$$\begin{array}{ll} \text{Model I} & P = \begin{cases} z & \text{dla } r \leq R \\ z + p(r - R) & \text{dla } r > R \end{cases} \\ \text{Model II} & P = z + p(r - R) \end{array}$$

gdzie:

$P$  – przychód towarzystwa z tytułu opłat (wyrażony stawką procentową),

$r$  – stopa zwrotu funduszu emerytalnego,

$R$  – stopa zwrotu benchmarku.

W modelu I w sytuacji nieosiągnięcia przez fundusz emerytalny stopy zwrotu równej co najmniej stopie zwrotu z benchmarku, towarzystwo emerytalne nie ponosi z tego tytułu kary finansowej i tym samym realizuje pełny przychód z tytułu opłaty za zarządzanie. W modelu II natomiast nieosiągnięcie stopy zwrotu z benchmarku skutkuje obniżeniem opłaty za zarządzanie. System karania towarzystwa emerytalnego jest w przypadku modelu II zawarty w systemie jego wynagradzania poprzez stosowanie opłaty premiowej niezależnie od zrealizo-

<sup>2</sup> Ostatnie z przedstawionych rozwiązań opisano w Grinblatt M., Titman S., The impact of performance based fees on pension fund management, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles, 1996

<sup>3</sup> Blake D., Pension Economics, John Wiley & Sons, West Sussex 2006, s. 80

<sup>4</sup> Starks L., Performance incentive fees: an agency theoretic approach. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1987, 22.

wanego wyniku inwestycyjnego, z tym że w przypadku stopy zwrotu powyżej  $R$  opłata premiowa jest przychodem towarzystwa emerytalnego a w przypadku stopy zwrotu niższej od  $R$  pomniejsza ona przychód z tytułu opłaty za zarządzanie. W dalszej części artykułu omawiane będą systemy wynagradzania towarzystw emerytalnych oparte na modelu I. Należy zaznaczyć, iż w niektórych krajach CEE oprócz systemów wynagradzania towarzystw emerytalnych zastosowano również systemy ich karania, jednak opłata premiowa naliczana jest już przy dodatniej stopie zwrotu, natomiast stopa gwarantowana, której nieosiągnięcie jest związane z poniesieniem kary finansowej, jest zazwyczaj obliczana w stosunku do benchmarku wewnętrznego. Nie jest to więc ta sama stopa zwrotu. Rozpatrywane w dalszej części artykułu modele wynagradzania towarzystw emerytalnych, uwzględniające również opłatę od składek, można zapisać za pomocą następującego ogólnego równania:

$$P = \begin{cases} dS + zA & dla r \leq R \\ dS + zA + p(r - R)A & dla r > R \end{cases}$$

gdzie:

$P$  – przychód towarzystwa (wyrażony w wartościach pieniężnych),

$A$  – aktywa funduszu,

$S$  – zagregowana kwota składek emerytalnych,

$r$  – stopa zwrotu funduszu emerytalnego,

$R$  – stopa zwrotu benchmarku.

Na podstawie wymienionych i scharakteryzowanych w tab. 1 cech opłat pobieranych przez towarzystwa emerytalne, można zaproponować następującą klasyfikację systemów wynagradzania:

- sztywne systemy wynagradzania, w przypadku których wielkość przychodów towarzystwa emerytalnego zależy w dużym stopniu od jego wielkości w małym zaś stopniu od jego wyników inwestycyjnych,
- elastyczne systemy wynagradzania, w przypadku których istotne znaczenie dla przychodów mają osiągnięte na bieżąco wyniki inwestycyjne funduszu.

Przedstawiona klasyfikacja odnosi się przede wszystkim do krótkiego okresu czasu, gdyż jak zauważono wcześniej, w długim okresie czasu obywatele świadomie dokonujący wyboru funduszu zmuszą je do konkurowania osiąganymi stopami zwrotu. Bardzo istotne z punktu widzenia charakterystyki opłat pobieranych przez fundusze oraz modeli ich wynagradzania jest poczynienie założenia o racjonalnych decyzjach emerytalnych społeczeństwa, co nie jest powszechne<sup>5</sup>. W sytuacji, gdy wybory w tym zakresie nie są racjonalne, stopa

<sup>5</sup> Na problem nieracjonalnych decyzji emerytalnych obywateli i ich skutków zwracano uwagę między innymi w: Arza C., The limits of pension privatization: Lessons from Argentina Experience. World Development, 2008, Vol. 36, No. 12.; Barr N., Pension: overview of the issues. Oxford Review of Economic Policy, 2006, Vol 22, no. 1.

zwrotu osiągnięta przez fundusz nie stanowi podstawowego kryterium jego wyboru. Przez to różnice w kształtowaniu się przychodów towarzystw emerytalnych z tytułu poszczególnych opłat w krótkim okresie oraz w długim okresie są mniejsze, gdyż przepływ osób pomiędzy funduszami oraz napływ nowych członków do funduszy nie jest istotnie determinowany ich wynikami. Tym samym rynek nie dokonuje efektywnej alokacji obywateli w funduszach. Przychody z tytułu opłat nie są wówczas w wystarczającym stopniu wrażliwe na wyniki działalności lokacyjnej funduszy.

Kombinacja omówionych rodzajów opłat pobieranych przez fundusze emerytalne na rzecz zarządzających nimi towarzystw pozwala wyróżnić następujące modele wynagradzania towarzystw:

Model 1: opłata dystrybucyjna + opłata za zarządzanie

Model 2: opłata dystrybucyjna + opłata za zarządzanie + opłata premiowa

Model 3: opłata dystrybucyjna + opłata premiowa

Model 4: opłata za zarządzanie

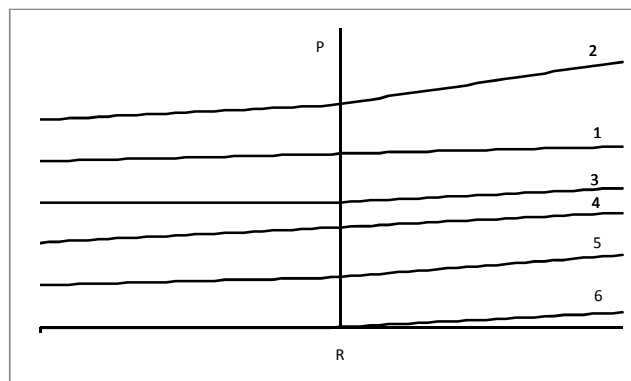
Model 5: opłata za zarządzanie + opłata premiowa.

Model 6: opłata premiowa.

### 3. Wrażliwość przychodów towarzystw emerytalnych na zmiany stóp zwrotu funduszy

Na rys. 1 przedstawiono kształtowanie się przychodów towarzystw emerytalnych w przypadku różnych modeli wynagradzania w zależności od stopy zwrotu funduszu (wykres dla pojedynczego okresu rozliczeniowego).

Rys. 1. Modele wynagradzania towarzystw emerytalnych a stopa zwrotu funduszu



Źródło: opracowanie własne.

Punkt przecięcia wykresów dla poszczególnych modeli z osią pionową nie ma na rys. 1 znaczenia poza modelem 6, w przypadku którego graniczna stopa zwrotu  $R$ , której przekroczenie pozwala realizować przychody z tytułu opłaty premiowej, jednocześnie wyznacza granicę, od której są realizowane przychody

z tytułu zarządzania funduszem. Model ten w największym stopniu uzależnia przychody towarzystwa emerytalnego od osiąganych wyników inwestycyjnych zarządzanego przez nie funduszu. Członek funduszu emerytalnego, którego aktywa maleją, nie płaci w takiej sytuacji wynagrodzenia menedżerom swojego portfela. Gdyby dodatkowo przyjąć, że wartość jednostki rachunkowej funduszu z danego momentu odnosi się do maksymalnej wartości tej jednostki, odnotowanej przez fundusz w przeszłości, model ten mógłby być modelem *High-Water Mark*. Wówczas fundusz pobierałby wynagrodzenie jedynie w sytuacji przekroczenia dotychczasowego (historycznego) maksimum wartości jednostki rachunkowej. Kolejny, także elastyczny model wynagradzania towarzystw emerytalnych, to model 5, w przypadku którego towarzystwo realizuje przychody w okresie spadku wartości aktywów funduszy z tytułu opłaty za zarządzanie, jednak po przekroczeniu stopy zwrotu  $R$  jego przychody rosną szybciej, gdyż dodatkowo zaczyna działać opłata premiowa. W przypadku tego modelu, jak i wszystkich pozostałych z wyjątkiem modelu 6, członek funduszu płaci menadżerom za zarządzanie portfelem także wtedy, gdy jego wartość maleje. Punkt wyznaczony przez stopę zwrotu  $R$  jest punktem wyznaczającym większą dynamikę przychodów towarzystwa emerytalnego także w przypadku modeli 2 i 3, czyli zawierających jedną ze składowych w postaci opłaty premiowej. Natomiast modele bez tej opłaty: 1 i 4 przed i po przekroczeniu punktu wyznaczonego przez stopę  $R$  zachowują się podobnie. Przeprowadzono także symulację przychodów towarzystw emerytalnych w omówionych modelach wynagradzania w zależności od stopy zwrotu przy założeniu: 100 okresów kapitalizacji, opłaty dystrybucyjnej, za zarządzanie oraz premiowej równych 1% podstawy ich naliczania. Obliczono indeks przychodów towarzystwa emerytalnego w setnym i pierwszym okresie w zależności od modelu wynagradzania. Wyniki symulacji zawarto w tab. 2.

Tab. 2. Symulacja przychodów towarzystw emerytalnych dla różnych modeli wynagradzania (relacja pomiędzy wielkością przychodów w setnym i pierwszym okresie oszczędzania)

Model wynagradzania/ Stopa zwrotu	-2%	-1%	0%	1%	2%
Model 1	16,23	22,05	32,04	50,25	85,18
Model 2	16,23	22,05	32,04	50,25	85,03
Model 3	1,00	1,00	1,00	2,65	6,97
Model 4	31,93	43,52	63,40	99,51	168,55
Model 5	31,93	43,52	63,40	99,02	166,64
Model 6	-	-	-	169,51	308,28

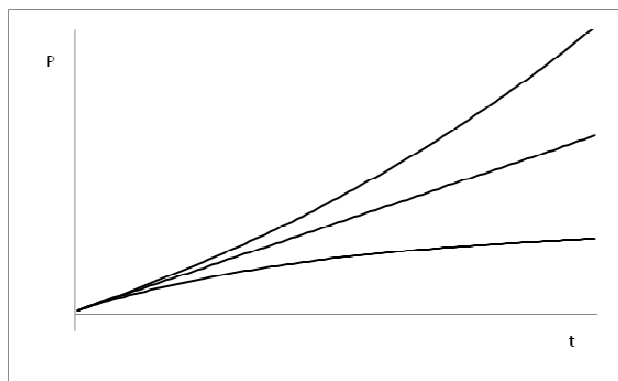
Źródło: obliczenia własne

Wyniki przeprowadzonej symulacji wskazują, iż największy wzrost przychodów przy założonej stopie zwrotu występuje w modelu 6, czyli w modelu wynagradzania opartym wyłącznie na opłacie premiowej. Natomiast najmniejszy wzrost przychodów w 100-okresowym okresie akumulacji kapitału wystąpił w modelu 3, składającym się z opłaty dystrybucyjnej oraz opłaty premiowej. Na-

leży jednak zaznaczyć, iż wyniki symulacji zależą od przyjętych założeń co do stopy zwrotu funduszu oraz wysokości pobieranych opłat. Kombinacja wysokości opłat przy założonej stopie zwrotu jest kluczowa z punktu widzenia przychodów towarzystwa emerytalnego i, ponieważ opłaty te są naliczane od podstawy, która determinuje wartość aktywów funduszy (są to składki lub zyski z inwestycji) bądź od podstawy równej wartości tych aktywów, nie jest w interesie towarzystw emerytalnych zabieganie o jak najwyższe stawki procentowe tych opłat, gdyż wówczas najbardziej maleje podstawa ich naliczania.

Relacja pomiędzy stopą zwrotu funduszu a stawkami procentowymi opłat wpływa na kształt wykresu wielkości przychodów z tych opłat jako funkcji czasu z założonymi parametrami w postaci stawek procentowych opłat oraz stopy zwrotu. Generalnie możliwe są następujące sytuacje (zob. rys. 2).

Rys. 2. Wykresy funkcji przychodów towarzystw emerytalnych



Źródło: opracowanie własne.

Rys. 2 dotyczy przede wszystkim modeli wynagradzania 1, 2, 4, 5. Wykres położony najniżej prezentuje taką stopę zwrotu funduszu, która przy założeniu określonych stawek procentowych opłat wraz z czasem (a tym samym napływem składek emerytalnych) pozwala realizować funduszowi coraz wyższe przychody, jednak wzrost wielkości tych przychodów jest malejący (krańcowy przychód maleje). Wykres położony po środku prezentuje sytuację, w której stopa zwrotu pozwala utrzymać stały wzrost wielkości przychodów towarzystwa w czasie. W końcu najbardziej pożądaną sytuacją z punktu widzenia towarzystwa emerytalnego jest sytuacja przedstawiona na wykresie najwyższym, gdzie stopa zwrotu pozwala osiągnąć towarzystwu rosnący wzrost przychodów (rosnący krańcowy przychód). Punkt przegięcia, wyrażony określoną stopą zwrotu, wyznacza ten poziom rentowności dokonywanych inwestycji, który przy założonych stawkach procentowych opłat pozwala towarzystwu emerytalnemu osiągnąć rosnący krańcowy przychód. Przyjmując założenia jak w prze-

prowadzonej wcześniej symulacji, w modelu 1 stopa ta wynosi 1,016%, w modelu 2 1,011%, w modelu 4 i 5 1,015%.

#### 4. Systemy wynagradzania towarzystw emerytalnych w krajach Europy Środkowoschodniej

Kraje CEE reformowały swoje systemy emerytalne w kierunku systemu trzyfilarowego, zazwyczaj z obowiązkowym członkostwem w funduszu emerytalnym w II filarze. Prekursorami reform w tym regionie były Węgry i Polska, które w dużym stopniu bazowały na rozwiązaniach przyjętych w Ameryce Płd., w tym szczególnie w Chile. W tab. 3 przedstawiono systemy wynagradzania towarzystw emerytalnych w krajach CEE.

Tabela 3. System opłat pobieranych przez towarzystwa emerytalne w wybranych krajach Europy Środkowoschodniej w II filarze (maksymalne wysokości opłat)

Kraj	Opłata dystrybucyjna (proc. składki emerytalnej)	Opłata za zarządzanie ( proc. wart. aktywów w skali roku)	Opłata premiowa
Bułgaria	5%	1%	Brak
Chorwacja	0,8%	0,95%	25% zwrotu z aktywów
Estonia	Brak	2%	Brak
Węgry	4,5%	0,8%	Brak
Łotwa	Brak regulacji	Brak regulacji	Brak
Litwa	10%	1%	Brak
Polska	7%, od 2010 roku 3,5%	max. 0,54%	0,005% miesięcznie w funduszu najlepszym, nie więcej niż 15,5 mln PLN w skali m-ca; 0% w funduszu najgorszym; w pozostałych proporcjonalnie do osiągniętej stopy zwrotu
Rumunia	2,5%	0,6%	10% rocznego zysku z inwestycji
Słowacja	1%	0,84%	Brak
Słowenia	6%	1,5% średniej wartości aktywów za dany rok	Brak

Źródło: *Central and Eastern European Pensions 2007*, Allianz Global Investors; *Survey of investment regulations of pension funds*, OECD 2007.



Model 1 wynagradzania towarzystw emerytalnych zastosowano w Bułgarii, na Węgrzech, na Litwie, na Słowacji oraz w Słowenii. Model 2 występuje w Chorwacji, Polsce oraz Rumunii natomiast model 4 w Estonii. Na Łotwie brak jest regulacji w zakresie wynagradzania towarzystw emerytalnych. System charakteryzujący się największym znaczeniem opłaty premiowej występuje w Chorwacji, gdzie opłata dystrybucyjna jest równa 0,8% kwoty składek emerytalnych, opłata za zarządzanie wynosi 0,95% wartości aktywów a opłata premiowa aż 25% zysku z inwestycji. Jest to najbardziej elastyczny system wynagradzania towarzystw emerytalnych spośród zastosowanych w CEE.

Dla systemów wynagradzania towarzystw emerytalnych w poszczególnych krajach dokonano ponadto symulacji relacji pomiędzy wielkością przychodów przy założeniu różnych stóp zwrotu a wielkością przychodów przy zerowej stopie zwrotu. Założono, że opłaty są pobierane w każdym okresie kapitalizacji, którym jest jeden miesiąc. Wysokość opłaty za zarządzanie, podanej w tab. 3 odniesiono do okresu miesięcznego (w przypadku Polski podobnie zrobiono z opłatą premiową, dla której podstawą naliczania jest wartość aktywów funduszu). Symulację przeprowadzono dla pojedynczego okresu rozliczeniowego, równego okresowi kapitalizacji.

Tabela 4. Symulacja przychodów towarzystw emerytalnych w krajach CEE w zależności od stopy zwrotu funduszu

Kraj	-10%	-5%	-2%	-1%	1%	2%	5%	10%
Bułgaria	0,9992	0,9996	0,9998	0,9999	1,0001	1,0002	1,0004	1,0008
Chorwacja	0,9955	0,9978	0,9991	0,9996	1,2827	1,5655	2,4137	3,8274
Estonia	0,9500	0,9750	0,9900	0,9950	1,0050	1,0100	1,0250	1,0500
Węgry	0,9993	0,9997	0,9999	0,9999	1,0001	1,0001	1,0003	1,0007
Litwa	0,9996	0,9998	0,9999	1,0000	1,0000	1,0001	1,0002	1,0004
Polska	0,9994	0,9997	0,9999	0,9999	1,0014	1,0015	1,0017	1,0021
Rumunia	0,9990	0,9995	0,9998	0,9999	1,0383	1,0767	1,1917	1,3835
Słowacja	0,9968	0,9984	0,9994	0,9997	1,0003	1,0006	1,0016	1,0032
Słowenia	0,9990	0,9995	0,9998	0,9999	1,0001	1,0002	1,0005	1,0010

Źródło: obliczenia własne.

Wyniki symulacji zawarte w tab. 4 potwierdzają, iż system chorwacki charakteryzuje się największą wrażliwością przychodów towarzystw emerytalnych z tytułu opłat na zmiany stopy zwrotu. Przychody te przy stopie zwrotu równej 1% są o 28,27% wyższe aniżeli przy zerowej stopie zwrotu. Dla porównania na Litwie system wynagradzania jest na tyle nieelastyczny względem zmian stopy zwrotu, iż jej wzrost z 0% do 1% nie ma zauważalnego wpływu na wielkość przychodów towarzystwa emerytalnego w pojedynczym okresie rozliczeniowym. Po Chorwacji najbardziej elastycznym systemem wynagradzania charakteryzuje się Rumunia, jednak wrażliwość tego systemu na stopę zwrotu jest nieporównywalnie niższa. Należy jednak zaznaczyć, iż system chorwacki charakteryzuje się najmniejszą wrażliwością kapitału członków funduszy na zmia-

ny stopy zwrotu, co oznacza, iż w tym kraju w najmniejszym stopniu dobre wyniki inwestycyjne funduszy mają odzwierciedlenie w stanie kont emerytalnych, co wynika z bardzo wysokiej stawki procentowej opłaty premiowej, równej 25%. Wysoka w tym kraju jest także opłata za zarządzanie. System motywuje co prawda towarzystwa emerytalne do możliwie najefektywniejszego lokowania powierzonych aktywów, jednak w zbyt małym stopniu zyski z inwestycji są ujmowane na kontach emerytalnych obywateli. Polska charakteryzuje się stosunkowo mało elastycznym systemem wynagradzania towarzystw emerytalnych, gdyż wzrost stopy zwrotu z 0% do 1% powoduje wzrost przychodów towarzystwa emerytalnego o 0,14%, przy czym na tle pozostałych krajów CEE jest to system charakteryzujący się największą elastycznością (najmniejszą sztywnością) względem stopy zwrotu po systemie chorwackim, rumuńskim oraz estońskim.

## 5. Podsumowanie

Dokonana w artykule charakterystyka modeli wynagradzania towarzystw emerytalnych, analiza wrażliwości przychodów na zmiany stóp zwrotu, wskazują, iż model wynagradzania może mieć bardzo istotne znaczenie dla wyników inwestycyjnych funduszy emerytalnych, stanowiąc czynnik mniej lub bardziej motywujący do efektywnego zarządzania funduszem. Modele zastosowane w krajach CEE, za wyjątkiem Chorwacji i Rumunii, charakteryzują się małą wrażliwością na zmiany stóp zwrotu funduszy emerytalnych. Przy jednoczesnym nieracjonalnym wyborze funduszu emerytalnego przez obywateli, co miało miejsce np. w Polsce w pierwszym dziesięcioleciu funkcjonowania OFE, może występować brak odpowiednich zachęt dla zarządzających aktywami emerytalnymi do efektywnego ich pomnażania, co stanowi istotną barierę wzrostu efektywności funkcjonowania funduszy emerytalnych. Mimo, iż sam model wynagradzania jest kluczowy dla uniknięcia rozbieżności interesów członków funduszu oraz zarządzającego nim towarzystwa, dobór odpowiednich stawek opłat jest równie istotny dla odpowiedniego podziału zysków z inwestycji pomiędzy właścicieli kapitału a menadżera. W artykule pominięto systemy karania towarzystw emerytalnych za nieosiągnięcie stopy zwrotu z benchmarku. Należy jednak zaznaczyć, iż system wynagradzania powinien być ściśle powiązany z systemem karania. W przeciwnym razie zarządzający portfelem mogą inwestować zbyt agresywnie oczekując wysokiego wynagrodzenia wiedząc, że nie spotka ich kara finansowa za złe wyniki inwestycyjne.

## Literatura

Grinblatt M., Titman S., The impact of performance based fees on pension fund management, Anderson School of Management, University of California, Los Angeles, 1996.

Blake D., Pension Economics, John Wiley & Sons, West Sussex 2006, s. 80

Starks L., Performance incentive fees: an agency theoretic approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1987, 22.

Arza C., The limits of pension privatization: Lessons from Argentina Experience. *World Development*, 2008, Vol. 36, No. 12.

Barr N., Pension: overview of the issues, *Oxford Review of Economic Policy*, 2006, Vol 22, no. 1.

#### Streszczenie

W artykule podjęto problematykę modeli wynagradzania towarzystw emerytalnych. Dokonano ich charakterystyki ze szczególnym uwzględnieniem wrażliwości przychodów towarzystw emerytalnych na zmiany stóp zwrotu funduszy emerytalnych. W ostatniej części artykułu miejsce poświęcono analizie modeli wynagradzania towarzystw emerytalnych w krajach Europy Środkowowschodniej.

#### Remuneration models of pension companies on the example of CEE

In the article the remuneration models of pension companies are characterized, especially in the context of their sensitivity to changes of pension fund rate of return. In the last part of the article author analyzed the remuneration model of pension companies in CEE.